

Pääjohtaja Erkki Liikanen

Kansantaloudellisen Yhdistyksen kokous 30.5.2007

Rahapolitiikan teoriasta ja käytännöstä

Kuvio 2. Maailmantalouden kehitys

Maailmantalous elää pisintä noususuhdannetta yli 30 vuoteen. Tuotannon kasvu on jo viidettä vuotta neljän-viiden prosentin tuntumassa, raakaöljyn ja muiden raaka-aineiden hinnat ovat nousseet jyrkästi ja likviditeetti on ollut runsasta. Silti hintojen ja palkkojen nousu on jäänyt maltilliseksi.

Kuinka tämä on ollut mahdollista? Taustalla on useita tekijöitä. Osa ansiosta kuuluu globalisaatiolle, joka on lisännyt kilpailua ja laskenut teollisuustuotteiden tuontihintoja. Toisaalta voimakas tuottavuuden kasvu on myös vähentänyt hintojen nousua.

Lisäksi rahapolitiikalle annetaan - muuallakin kuin keskuspankeissa - oma merkittävä osuutensa hintakehityksen vakauttamisessa. Rahapolitiikan saavuttama uskottavuus on ankkuroinut inflaatio-odotukset lähelle keskuspankkien asettamia inflaatiotavoitteita. Se on hillinnyt raaka-ainemarkkinoilta tulleiden hintasokkien kertautumista muihin hintoihin ja palkkoihin. Samalla se on pitänyt pitkät korot matalina.

Kuvio 3. Keskuspankkien ohjauskorkoja

Vaikka moniin aiempiin noususuhdanteisiin nähden hintakehitys on pitkään ollut maltillista, ovat inflaatiopaineet teollisuusmaissa viime aikoina olleet lisääntymään päin. Keskuspankit ovat reagoineet kasvaviin inflaatoriskeihin vähentämällä rahapolitiikan keveyttä asteittain. Euroopan keskuspankki (EKP) liittyi tähän joukkoon vuoden 2005 lopulla. Sen jälkeen ohjauskorkoa on nostettu yhteensä seitsemän kertaa, kahdesta prosentista 3,75 prosenttiin. EKP:n neuvosto katsoo, että rahapolitiikka on edelleen kasvua tukevalla puolella. Siksi neuvosto seuraa tarkoin euroalueen hintakehitystä, jotta hintavakautta uhkaavat riskit eivät toteutuisi.

En kuitenkaan aio tänään puhua rahapolitiikan ajankohtaisesta tilanteesta. Syy on se, että EKP:n neuvoston korkokokous on ensi viikolla. Olemme sopineet, että neuvoston jäsenet pidättäytyvät kommentoimasta ajankohtaista rahapolitiikkaa korkokokousta edeltävän viikon ajan.

Korkopolitiikkaa koskevan "radiohiljaisuuden" aikana on hyvä tilaisuus keskustella suurista, periaatteellisista kysymyksistä. Haluan nostaa esille kaksi rahapolitiikan strategiaan liittyvää teemaa, joista on käynnissä vilkas kansainvälinen keskustelu. Näistä ensimmäinen on viestinnän merkitys ja tehtävä rahapolitiikassa. Toinen on rahataloudellisen analyysin asema rahapoliittisessa päätöksenteossa.

Näistä teemoista käytyä keskustelua on leimannut tutkijoiden ja keskuspankkien edustajien välinen mielipiteiden vaihto. Siksi haluan sanoa myös muutaman sanan käytännön rahapolitiikan ja taloustieteellisen tutkimuksen välisestä vuorovaikutuksesta. Siihen juuri Kansantaloudellinen Yhdistys on oikea paikka, onhan yhdistyksen tarkoituksena alusta pitäen ollut koota yhteen tutkijoita ja päätöksentekijöitä.

Rahapoliittinen päätöksenteko ja akateeminen tutkimus

Kolme vuotta rahapoliittisen päätöksenteon sisäpiirissä on osoittanut, että akateemisten tutkijoiden ja keskuspankkien välillä on tiivis vuorovaikutus ja että keskuspankit antavat paljon painoa tutkijoiden näkemyksille rahapolitiikan strategiasta ja joskus taktiikastakin. Uskon, että tämä vuorovaikutus on hyödyllistä molempiin suuntiin. Rahapolitiikkaa koskeva tutkimus on maailmalla nykyään vilkasta ja politiikan teon kannalta erittäin relevanttia.

Kuvio 4. Rahapolitiikka ja akateeminen tutkimus

Toki taloustieteellinen tutkimus ja rahapolitiikka ovat pitkään olleet läheisessä vuorovaikutuksessa suhteessa toisiinsa. 1960-luvun ja 1970-luvun alkupuolen empiirisellä rahataloudellisella tutkimuksella oli suuri vaikutus rahapoliittiseen ajatteluun. Tuona aikana luotiin pohja ekonometristen mallien käytölle ennustamisessa ja politiikan valmistelussa. Etsittiin tieteellistä pohjaa korkopolitiikan mitoittamiseksi suhdannetilanteeseen sopivaksi. Samaan aikaan elpyi kiinnostus kvantiteettiteoriaan, rahan määrän ja inflaation väliseen yhteyteen. Äskettäin edesmennyt Milton Friedman oli yksi sen ajan johtavista ekonomisteista ja vaikuttajista.

1970-luvun jälkipuolella ja 1980-luvulla tutkimuksen ja rahapolitiikan vuorovaikutuksen luonne muuttui. Yksi syy siihen oli, että tuon ajan teoreettinen tutkimus tuli johtopäätökseen, jonka mukaan vain rahapoliittisilla yllätyksillä oli reaalitaloudellisia vaikutuksia. Osoitettiin, että rationaaliset taloudenpitäjät, yritykset ja kotitaloudet, omilla toimillaan kumosivat rahapolitiikan reaalivaikutukset siltä osin kuin ne pystyivät politiikkaa ennakoimaan. Rahapolitiikan systemaattinen, ennustettavissa oleva osa vaikutti vain inflaatioon.

Saman, odotuksiin perustuvan teorian mukaan keskuspankkien käyttämät makroekonometriset mallit olivat väistämättä pettäväällä perustalla, koska mallien rakenne riippui odotusten muodostumismekanismeista, ja nämä taas eivät voineet olla riippumattomia rahapolitiikan systematiikasta.¹ Näin ollen tavanomaisin tilastollisin menetelmin laadittuja malleja ei voinut luotettavasti käyttää rahapolitiikan vaihtoehtojen arviointiin.

Tällä oli mullistava vaikutus. 1980-luvulla rahapolitiikkaa koskeva tutkimus suuntautuikin uudelleen. Mitoituskysymysten sijasta alettiin tutkia rahapoliittisia järjestelmiä ja niiden kehittämistä. Alettiin voimakkaasti korostaa yhtäältä sitä, että keskuspankin itsenäisyys olisi taattava, ja toisaalta sitä, että rahapolitiikan tavoitteet oli määritettävä kvantitatiivisesti. Yksi alue, jossa taloustieteellinen tutkimus on sittemmin merkittävästi muovannut käytännön rahapolitiikkaa, on keskuspankkien tilivelvollisuus ja läpinäkyvyys. Rahapolitiikan tavoitteen kvantitatiivinen määrittäminen vahvistaa tilivelvollisuutta asetetun tavoitteen suhteen.

Tutkimuksella on ollut huomattava vaikutus siihen kehitykseen, jonka tuloksena keskuspankkien itsenäisyys on kaikkialla maailmassa vahvistunut ja rahapolitiikan uskottavuus parantunut. Voi sanoa, että siltä osin kuin nykyinen matalan inflaation ja suotuisan kasvun yhdistelmä on uskottavan rahapolitiikan tulosta, suuri osa ansiosta kuuluu tutkijoille, jotka ovat korostaneet institutionaalisten reformien ensisijaisuutta hyvän rahapolitiikan edellytyksenä.

Makrotalousteorian suhde rahapolitiikan harjoittamiseen on 1990-luvulta lähtien uudelleen tiivistynyt. Se on nyt kenties vireämpi kuin koskaan. Yhteyden tiivistymiseen ovat vaikuttaneet moderni makrotalousteoria ja sen pohjalle rakennetut uudet mallintamisvälineet, joissa odotusten käsittely on aiempaa johdonmukaisempaa.

Erittäin suuri merkitys tutkimuksella on ollut kvantitatiivisten inflaatiotavoitteiden yleistymiseen rahapolitiikassa ja inflaatioennusteiden merkityksen kasvuun rahapolitiikan mitoituksessa. Sekä nykyinen makrotaloustieteen valtavirta että keskuspankit ovat yhtä mieltä siitä, että hintatason vakauteen keskipitkällä aikavälillä tähtäävä rahapolitiikka tarvitsee tuekseen hyvää makrotaloudellista analyysyä.

Molemmat tämän päivän pääaiheista, rahapoliittinen viestintä ja rahataloudellisen analyysin merkitys, ovat hyviä esimerkkejä siitä, että tutkimukselle annetaan rahapolitiikassa suuri arvo. EKP:n rahapolitiikan strategiasta käytävässä keskustelussa tutkijoilla on näkyvä rooli. Monet nimekkäät tutkijat ovat haastaneet EKP:tä lähentymään muodikasta, keskuspankin julkaisemaan inflaatio- ja korkoennusteeseen perustuvaa rahapoliittista järjestelmää. Osin samat tutkijat ovat myös arvioineet kriittisesti rahan määrän käyttöä EKP:n rahapoliittisessa strategiassa ja analysoineet rahan kysynnän stabiilisuutta tai epästabiili-

¹ Ks. Lucas, R., "Econometric Policy Evaluation: A Critique". Teoksessa Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 1 (toim. K. Brunner & A. Meltzer), 1976.

suutta euroalueella viime vuosina. EKP:n neuvosto on ollut ja on avoin keskustelulle tutkijayhteisön kanssa.

Keskuspankkien kommunikaatio

Viestinnän korostunut rooli

Kuvio 5. Keskuspankkien viestintä

Keskuspankkien viestintä ja yleensäkin suhtautuminen avoimuuteen on parin viime vuosikymmenen aikana käynyt läpi syvällisen muutoksen. Aiemmin keskuspankeilla oli tapana pyrkiä yllättämään rahoitusmarkkinat ja muut tahot korkopäätöksillään. Niukkasanainen kommunikaatio ja asioiden salailu oli ollut keskuspankeissa käytäntönä kautta aikojen. Toimintatapaa kuvasi ehkä parhaiten tunnettu iskulause "never excuse, never explain". Tarkkailijat puhuivat rahapoliittisesta "mystiikasta". Keskuspankeissa ei avoimuutta ja läpinäkyvyyttä pidetty hyvänä käytäntönä.

Yksi syy salaperäisyyden kulttuuriin oli halu ylläpitää tiettyä erehtymättömyyden vaikutelmaa, jonka ajateltiin olevan eduksi uskottavuuden kannalta. Kuten Alan Blinder on tiivistänyt: "Jos pitää suunsa kiinni ja kaihtimet alas vedettyinä, kukaan ei huomaa, jos muutat mieltäsi". Kuten edellä todettiin, 1970-luvulla tälle käytännölle löytyi myös perustelu makrotaloustieteellisen tutkimuksen eturintamalta. Silloin vallinneen valtavirtadoktriinin mukaan keskuspankki pystyi vaikuttamaan reaalityönteeseen – ja siten stabiloimaan suhdannevaihteluita – ainoastaan yllätyksellisten päätösten kautta.²

Tänään käsitys avoimuudesta ja läpinäkyvyydestä on hyvin toisenlainen, mikä on näkynyt keskuspankkien viestinnän muuttumisessa. Rahapolitiikan keskiytettyä hintavakauden saavuttamiseen on rahapolitiikan johdonmukaisuudesta ja ennustettavuudesta tullut hyve, jota kaikki keskuspankit tavoittelevat. Siksi keskuspankit nykyään pyrkivät aktiivisesti lisäämään rahoitusmarkkinoiden ja taloudenpitäjien ymmärtämystä omasta toiminnastaan. Tämä koskee niin rahapolitiikan tavoitteita ja strategiaa kuin rahapoliittisten päätösten taustoja ja perusteluita.

Keskuspankkien lisääntynyt tarve kertoa enemmän toimistaan ja ajattelustaan heijastaakin sekä makrotalousteoriassa tapahtunutta muutosta että samaan aikaan tapahtunutta muutosta siinä, miten rahapolitiikan tehtävät ymmärretään. Nykyaikainen rahapolitiikan teoria lähtee siitä, että tarvitaan sellaisia systemaattisia politiikkasääntöjä, joiden avulla voidaan minimoida inflaation poikkeamia sille asetetusta tavoitteesta ja samalla vähentää suhdannevaihteluiden aiheuttamia kustannuksia.

² Tätä doktriinia olivat luomassa 1970-luvun eturivin tutkijat, kuten Robert Lucas ja Thomas Sargent, jotka sovelsivat rationaalisia odotuksia ja siihen perustuen päätyivät tulokseen, jonka mukaan systemaattinen, so. politiikkasääntöön perustuva rahapolitiikka ei voi vaikuttaa reaalityönteeseen, koska juuri systemaattisuuden vuoksi tuleva rahapolitiikka osataan ennakoida. Siksi rahapolitiikan tehokkuus perustuukin vain yksityisen sektorin kyvyttömyyteen tunnistaa rahapolitiikan systematiikka. Siitä seuraa se, että ollakseen tehokasta (suhteessa reaalityönteeseen) rahapolitiikan tulisi yllättää yksityinen sektori. Ks. Lucas, R. & Sargent, T., "After Keynesian Macroeconomics", teoksessa *After the Phillips Curve: Persistence of High Inflation and High Unemployment*, Conference Series No. 19, Federal Reserve Bank of Boston, 1978.

Siinä, missä teoreetikot aikaisemmin suhtautuivat epäluuloisesti ennakoitavissa olevan rahapolitiikan tehoon, on nykyisen ajattelun mukaan nimenomaan rahapolitiikan systematiikalla merkitystä.

Keskuspankkien näkökulmasta erityisesti inflaatio-odotukset ovat avainasemassa, sillä odotettu inflaatiovauhti vaikuttaa olennaisesti siihen, minkälaisia hinnoittelu- ja palkkapäätöksiä taloudessa tehdään. Toteutuva inflaatio on taas seurausta näistä päätöksistä. Keskuspankin kannalta on siis ensiarvoisen tärkeää, että taloudessa vallitsevat inflaatio-odotukset pysyvät yhdenmukaisina sen oman tavoitteen kanssa. Sekä teoria että käytännön kokemukset osoittavat, että inflaation kontrollointi yleisön odotusten vastaisesti voi johtaa merkittäviinkin taloudellisiin kustannuksiin. Siksi hintavakauden tavoittelussa odotusten hallinta on avainasemassa.

Julkilausuttu tavoite auttaa odotusten ankkuroinnissa

Kuvio 6. Inflaatio-odotusten ankkurointi

Parin viime vuosikymmenen aikana useat keskuspankit ovat päätyneet julkistamaan numeerisen inflaatiotavoitteen rahapolitiikalleen. Myös Suomi kuului näihin maihin 1990-luvulla. Vuoden 1993 helmikuussa Suomen Pankki ilmoitti, että se tavoittelee pohjahintainflaation vakauttamista pysyvästi 2 prosenttiin vuoteen 1995 mennessä ja inflaation pitämistä tällä tasolla tämän jälkeen.³ Aiemmin suoran inflaatiotavoitteen olivat ottaneet käyttöön Uusi Seelanti, Kanada ja Iso-Britannia. Ruotsi siirtyi vastaavantyyppiseen järjestelyyn hie- man aikaisemmin kuin Suomi.

Sittemmin monet muut keskuspankit ovat asettaneet numeerisen inflaatiota- voitteen rahapolitiikalleen. Rahapolitiikassa on yleistynyt nk. suoran inflaatio- tavoitteen järjestelmä, jossa keskeisessä asemassa on keskuspankin julkinen, virallinen inflaatioennuste. Tässä järjestelmässä rahapolitiikka mitoitetaan in- flaatioennusteen perusteella tavoitteena saada ennustettu inflaatio tavoitteen mukaiselle tasolle.

Myös Euroopan Keskuspankin rahapoliittinen järjestelmä sisältää inflaatiolle asetetun tavoitteen. Järjestelmä ei kuitenkaan ole suoran inflaatiotavoitteen mukainen. Maastrichtin sopimuksessa EKP:n rahapolitiikan ensisijaiseksi ta- voitteeksi asetettiin hintavakauden turvaaminen. EKP:n neuvosto on itse ope- rationalisoinut tämän tavoitteen määrittelemällä hintavakauden käsitteen siten, että se tarkoittaa koko euroalueen yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin vuotuista nousuvauhtia, jonka tulee keskipitkällä aikavälillä olla lähellä, mutta alle kahden prosentin.⁴ EKP:n toissijaisena tavoitteena on perustamis-

³ Suomen Pankin inflaatiotavoite määriteltiin pohjainflaatioindikaattorin avulla. Se laskettiin poistamalla kuluttajahintaindek- sistä välittömien verojen, tukipalkkioiden sekä asumisen pääomakustannusten vaikutus.

⁴ Alun pitäen hintavakaus määriteltiin EKP:n strategiassa yhdenmukaisen kuluttajahintaindeksin nousuvauhtina, joka jää kes- kipitkällä aikavälillä alle kahden prosentin. Vuonna 2003 toteutetussa strategian tarkistuksessa määritelmää täsmennettiin mää- rittelemällä hintavakaus kuluttajahintojen nousuvauhtina, joka on lähellä kahta prosenttia mutta sen alapuolella. Näin haluttiin tuoda esiin se, että deflaatio ei ole yhteensopiva hintavakauden kanssa.

sopimuksen mukaan yhteisön talouspolitiikan muiden tavoitteiden tukeminen siten, että hintavakaus ei vaarannu.

Empiiristen tutkimusten mukaan numeroina ilmaistun hintavakaustavoitteen julkistaminen vaikuttaa inflaatio-odotuksiin ja toteutuneeseen inflaatiovauhtiin. Tavoitteet ovat pääsääntöisesti hyviä "peukalosääntöjä" tulevan inflaation ennakoimiseen.⁵ Myös inflaation pysyvyyden – eli sen, kauanko kestää, ennen kuin inflaatiovauhti toipuu sitä kohdanneista kustannus- tai muista häiriöistä – on havaittu olevan vähäisempää silloin, kun rahapolitiikalle on julkisesti asetettu määrällinen tavoite.⁶ Kaikki tämä osoittaa inflaatiotavoitteen julkistamisen lisänneen luottamusta rahapolitiikkaan ja vaikuttaneen hinnanmuodotukseen, niin kuin on tarkoituskin.

Korkopäätösten selkeä perustelu tukee odotusten ankkurointia

Kuvio 7. Korkopäätösten perusteleminen

Hintavakaustavoitteen määrittäminen ja sitä koskeva selkeäsanainen viestintä ovat siis olennaisia osia keskuspankin pyrkimyksessä vaikuttaa yritysten, kotitalouksien ja ammattiliittojen inflaatio-odotuksiin. Luonnollisesti pelkkä viestintä ei yksin riitä, vaan tekojen pitää olla linjassa esitettyjen tavoitteiden kanssa. Vain siten rahapolitiikka voi olla kestäväällä tavalla uskottavaa.

Keskuspankin täytyykin kyetä perustelemaan hyvin ja ymmärrettävästi korkoratkaisunsa ja muut rahapoliittiset päätöksensä. Erityisesti tämä koskee tilanteita, joissa esimerkiksi korkopäätökset poikkeavat markkinoiden odotuksista tai joissa toteutunut hintakehitys eroaa selvästi asetetusta tavoitteesta. Vaarana voi tällöin olla – jos markkinat tulkitsevat keskuspankin toimet väärin – että politiikan uskottavuus heikkenee. Odotetusta poikkeava korkopäätös tai inflaation heilahdus saatetaan tulkita merkiksi siitä, että politiikan tavoitteet olisivat muuttuneet.

Päätösten taustalla olevan talous- ja inflaatiokehitystä koskevan analyysin monipuolinen valottaminen on tällöin luottamuksen ylläpitämisen vuoksi tärkeää. Tämä voi tapahtua esimerkiksi julkistamalla keskuspankin kokonaistaloudellinen ennuste kaikkine oletuksineen ja perusteluineen. Suoran inflaatiotavoitteen järjestelmässä tämä on koko rahapolitiikan kulmakivi.

EKP:n tapauksessa ennusteen asema ei ole näin keskeinen, vaan korkopäätösten perusteita koskevan viestinnän virallisin ja keskeisin muoto ovat neuvoston puheenjohtajan avauspuheenvuorot korkokokousten jälkeen pidettävissä lehdistötilaisuuksissa. Näissä pyritään huolellisesti punnituin sanamuodoin kuvaamaan päätösten perusteita ja luonnehtimaan talousnäkyviä erityisesti hintavakauden suhteen. Avauspuheenvuorot ovat tarkkailijoiden – "ECB-

⁵ Ks. esim. Diron, M. ja B. Mojon, B., "Forecasting the Central Bank's Inflation Objective is a Good Rule of Thumb". ECB Working Paper No. 564, 2005.

⁶ Ks. esim. Levin, A. et al., "Explicit inflation objectives and macroeconomic outcomes". ECB Working Paper No. 383, 2004.

watchers" – suuren huomion ja pikkutarkan analyysin kohteena, mihin on pyrittykin.

EKP julkaisee myös euroaluetta koskevia talousennusteita neljästi vuodessa. Kaksi näistä ennusteista laaditaan EKP:n ja eurojärjestelmään kuuluvien kansallisten keskuspankkien yhteistyönä. Tuloksista julkaistaan tiivistelmät EKP:n kuukausikatsauksissa kesäkuussa ja joulukuussa. Näiden kahden laajan ennustekierroksen välissä EKP:n oma asiantuntijakunta päivittää ennusteen, ja päivitettyjen ennusteiden yhteenvedot julkistetaan puolestaan maaliskuussa ja syyskuussa.

EKP:n julkaisemilla ennusteilla ei ole sillä tavoin virallista asemaa, että rahapolitiittisista päätöksistä vastaava neuvosto hyväksyisi ne tai vastaisi niistä. Ennusteet julkaistaan tiedonantona siitä analyysistä, jota järjestelmän asiantuntijat tekevät neuvoston käyttöön. Tästä luonteestaan huolimatta ennusteet varmasti auttavat tarkkailijoita ymmärtämään EKP:n rahapolitiikan virityksen perusteita. Ennusteiden julkistaminen on eduksi myös haasteena: se asettaa osaltaan paineita ennustemenetelmien, ennustelaskennassa käytettyjen mallien ja ennusteporttien laadun jatkuvalla nostamiselle.⁷

Korkoaikomuksista viestiminen ohjaa korko-odotuksia

Kuvio 8. Korko-odotuksiin vaikuttaminen

Kuten jo mainitsin, viime aikoina yhä enemmän kiinnostusta on alkanut herättää kysymys siitä, missä määrin ja miten keskuspankkien tulisi viestiä tulevista korkoaikomuksistaan. Ymmärrettävästi asia kiinnostaa rahamarkkinakauppaa tekeviä pankkiireita, joiden on otettava korkonäkemyistä ja hallittava korkoriskejään. Enenevästi keskuspankkien tulevaa korkopolitiikkaa koskeva viestintä on alkanut kiinnostaa myös rahapolitiikan strategian tutkijoita, joista monet näkevät tässä yhden osan hyvää rahapolitiikkaa koskevaa avoimuutta.

Markkinoiden korko-odotuksiin vaikuttaminen on keskeinen osa rahapolitiikan toimeenpanoprosessia. Korkopäätöksillä, niiden perusteluilla samoin kuin tulevista korkoaikomuksista viestimällä keskuspankit vaikuttavat paitsi aivan lyhyimpien rahamarkkinakorkojen kehitykseen, myös odotuksiin tulevasta korkokehityksestä. Vaikutukset näkyvät siten koko tuottokäyrällä ja ulottuvat korkomarkkinoiden lisäksi myös muiden rahoitusmarkkinainstrumenttien hintoihin. Nämä vuorostaan vaikuttavat eri kanavia pitkin kokonaiskysyntään ja -tarjontaan, omaisuushintoihin ja lopulta hintakehitykseen. Markkinoiden korko-odotusten saattaminen yhdenmukaiseksi keskuspankin oman korkonäkemys-tyksen kanssa lisää rahapolitiikan tehoa ja siten helpottaa keskuspankin ponnisteluja inflaatiotavoitteensa saavuttamiseksi.

⁷ Omassa ennustetyössään ja politiikka-analyysissään Suomen Pankki käyttää moderniin makroteoriaan perustuvia dynaamisia yleisen tasapainon malleja. Pankki on omien kokemustensa pohjalta pyrkinyt aktiivisesti myötävaikuttamaan tällaisten välineiden kehittämiseen eurojärjestelmän piirissä.

Vuoden 2005 lopulla alkaneen ohjauskorkojen nousuvaiheen aikana EKP:n neuvosto on viestinnällään valmistellut rahoitusmarkkinoita etukäteen korkopäätöksiinsä. Koronnostot eivät juuri ole tulleet markkinoille yllätyksinä. Tämä on edesauttanut rahamarkkinoiden vakautta samalla kun se on pitänyt tuottoikäyrän lyhyiden korkojen pään lähellä keskuspankin haluamaa uraa.

Rahapolitiikan viestintää koskeva pohdiskelu niin akateemisella puolella kuin keskuspankeissakin on viime aikoina keskittynyt paljolti siihen, miten ja missä määrin keskuspankin tulisi viestiä tulevista korkoaikomuksistaan. Tulisiko keskuspankin antaa ainoastaan laadullisia arvioita siitä, miten se näkee ohjauskorkojen tulevaisuudessa kehittyvän? Vai pitäisikö keskuspankin olla eksplisiittisempi ja julkistaa käsityksensä ohjauskoron suotavasta urasta? Asiaan voidaan liittää myös ajallinen ulottuvuus: kuinka pitkälle tulevaisuuteen korkoaikomuksia tulisi valottaa?

Keskuspankin korkoaikomusten viestintää on yleensä perusteltu sillä, että näin vähennetään rahoitusmarkkinoiden epävarmuutta ja lisätään korkopolitiikan tehokkuutta. Markkinakorot ohjautuvat keskuspankin haluamaan suuntaan jo ennen varsinaista korkopäätöstä, ja itse korkopäätös ikään kuin vain sinetöisen, mitä jo aiemmin viestitettiin. Näin toimien voidaan välttyä markkinakorkojen äkinäisiltä liikkeiltä korkopäätösten tullessa julki. Muutenkin korkoaikomuksista informointi voi vähentää korkomarkkinoiden volatiilisuutta, koska huhujen ja väärintulkintojen aiheuttama vaihtelu vähenee, jos markkinat ainakin suunnilleen tietävät, mitä on odotettavissa.

Korkoaikomuksista kertominen ei kuitenkaan ole vailla ongelmia. Kyse on nimittäin aikomuksista – ei sitoumuksista. Aikomus on aina ehdollinen sille informaatiolle, joka on käytettävissä, kun tulevaa korkokehitystä hahmotellaan. Tämän asian viestiminen on keskuspankeille haastava tehtävä. Kun talousnäkyvät muuttuvat, myös hahmoteltu korkoura todennäköisesti muuttuu. Toistuvat poikkeamat julkilausutuista korkoaikomuksista tai korkoaikomusten korjaukset voivat rapauttaa keskuspankkia kohtaan tunnettua luottamusta, ja tämä osaltaan selittää, miksi useimmat keskuspankit ovat niin varovaisia puhumaan tulevasta korkopolitiikastaan.

Korko-odotusten ohjauskäytännöt vaihtelevat

Kuvio 9. Korkoaikomuksista viestiminen käytännössä

Korkoaikomuksia tai -näkyviä koskeva keskuspankkien avoimuus on viime aikoina kuitenkin selvästi lisääntynyt. Pisimmälle korkoaikomusten eksplisiittisessä viestimisessä ovat menneet eräät suoran inflaatiotavoitteen järjestelmää soveltavat maat, nimittäin Uuden Seelannin ja Norjan keskuspankit. Hiljattain joukkoon liittyi myös Sveriges Riksbank. Näiden keskuspankkien julkistamat kokonaistaloudelliset ennusteet perustuvat niiden omaan näkemykseen lyhyiden korkojen kehityksestä. Ne ennustavat siis myös omat tulevat korkopäätöksensä, ja julkaisevat nämä korkoennusteet.

Esimerkiksi Norges Bankin talousennuste perustuu kuuden kriteerin perusteella valikoituun korkouraan.⁸ Sen mukaisen korkokehityksen odotetaan vaikuttavan inflaation lähelle tavoitetta sopivaksi katsotun ajan kuluessa samalla, kun työllisyyden ja tuotannon kehitys pysyy kohtuullisena. Korkouran ohella annetaan myös arvio siitä, miten paljon epävarmuutta uraan liittyy. Epävarmuus ilmaistaan viuhkakuvion avulla.

Oman korkoennusteen esittäminen on tapa viestiä keskuspankin preferensseistä. Tällainen ennuste kertoo paitsi sen, miten keskuspankki näkee inflaatiopaineet ja suhdannenäkymät, myös sen, millaista politiikkaa keskuspankki noudattaisi, ellei mitään uutta ja yllättävää tapahtuisi. Ennuste kertoo sekä sen, mille tasolle keskuspankki aikoo inflaatiouvauhdin ohjata, että sen, millaista korkotason uraa sen arvioidaan vaativan. Näin ennusteen informaation sisältö saadaan maksimoitua. Toinen hyvä puoli tällaisessa, korkoennusteenkin sisältävässä laskelmassa on, että se on joka suhteessa aito ennuste, jonka toteutumisesta voidaan jälkikäteen mielekkäästi arvioida.

Monet muut keskuspankit ovat pidättyvämpiä siinä, miten paljon ne kertovat omista korkoaikomuksistaan. Yleisimmin aikomuksista viestitään ainoastaan laadullisella tasolla. Tarkimmin viestitään aivan lähiaikojen aikomuksista, kun taas pidemmän aikavälin korkonäkymät maalataan tavallisesti melko leveällä pensselillä. Tämä kuvastaa tulevien korkourien hahmottelun monimutkaisuutta.

Kuten edellä todettiin, Euroopan keskuspankki on viime aikoina valmistellut markkinoita tuleviin korkopäätöksiinsä. Valmistelussa on nojaututtu yhtäältä taloudelliseen analyysiin ja toisaalta erilaisten "koodisanojen" käyttöön. Toisin sanoen tietyillä sanoilla – kuten valppaus (*vigilance*) – tai sanamuodoilla on ilmaistu, että koronnoston todennäköisyys on kasvanut aiemmasta. Menettely on toiminut, mikä on näkynyt lyhyiden rahamarkkinakorkojen vakaassa kehityksessä. Neuvosto on myös antanut viitettä pidemmän aikavälin korkonäkemyksestään mm. esittämällä arviotaan siitä, onko rahapolitiikka kasvua tukevaa tai mikä on korkojen taso suhteessa historialliseen kehitykseensä.

Koodisanojen käyttö on sidoksissa siihen taloudelliseen tilanteeseen, jossa kulloinkin eletään. Siksi olisikin syytä kiinnittää huomiota siihen taloudelliseen ja rahataloudelliseen analyysiin, joka muodostaa kokonaisuuden puheenjohtajan neuvoston kokouksen jälkeen esittämässä avauslausunnossa.

Kun tilanne muuttuu, aiemmin käytetyt sanat menettävät käyttökelpoisuuttaan, ja analyysin merkitys korostuu entisestään. Korkopolitiikan käännepeisteissä rahapolitiikan päätöksenteko ja myös politiikan tulkinta on monimutkaisimmillaan. Tällöin joudutaan melkein väistämättä tilanteeseen, jossa kommunikaation painopisteen on oltava korkoaikomuksia koskevien viittausten sijaan siinä, miten keskuspankki näkee taloustilanteen ja mihin seikkoihin se erityisesti kiinnittää huomiota arvioidessaan inflaationäkymien muutoksia.

⁸ Ks. Qvigstad, J., "Review of the ECB's strategy and alternative approaches". VIII Conference on the ECB and Its Watchers, Frankfurt 5.5.2006.

Rahatalouden analyysin rooli EKP:n rahapolitiikassa

Kuvio 10. Rahatalouden analyysi ja EKP:n rahapolitiikka

Viestinnän ohella toinen ajankohtainen rahapolitiikan strategiaa koskeva keskusteluaihe on raha- ja luottomäärien merkitys rahapolitiikalle. Kiistatonta on, että rahapolitiikassa pohjimmiltaan on kysymys rahan tarjontaan vaikuttamisesta. Se, millainen asema rahan määrää kuvaaville mittareille pitäisi käytännön rahapolitiikassa antaa, on kuitenkin paljon kontroversiaalisempi kysymys. Tämä on heijastunut erityisesti EKP:n rahapolitiikan strategiasta käytyyn keskusteluun, koska merkittävistä keskuspankeista se on näkyvimmin pitänyt rahamääriä esillä politiikkansa perusteluissa.

Suoraan inflaatiotavoitteeseen perustuvaa rahapolitiikkaa kannattavat tutkijat – voin mainita Michael Woodfordin ja Lars Svenssonin – usein kieltävät rahamääriltä itsenäisen aseman rahapolitiikan toteuttamiskehikossa, paitsi sikäli kun rahamäärillä on vaikutusta niissä inflaatioennusteissa, joille rahapolitiikka heidän mielestään pitäisi perustaa. Euroopan keskuspankin strategiassa rahan määrällä on kuitenkin oma itsenäinen roolinsa. Tässä suhteessa EKP jatkaa jo Bundesbankin aikanaan edustamaa perinnettä.

Kuvio 11. EKP:n rahapolitiikan strategia

EKP:n rahapolitiikan strategia – eli se tapa, jolla EKP jäsentää ja arvioi taloudellista informaatiota rahapoliittisten päätöstensä pohjaksi – koostuu hintavakauden määritelmästä ja kahdesta käytännön päätöksentekoprosessia jäsentävästä ns. pilarista: taloudellisesta analyysistä ja monetaarisesta analyysistä. Jako taloudelliseen ja monetaariseen analyysiin näkyy selvästi myös EKP:n viestinnässä, erityisesti siinä, kuinka rahapoliittiset päätökset perustellaan julkisuuteen kuukausittaisten korkokokousten jälkeen.

EKP:n neuvoston valmistelussa ja päätöksenteossa taloudellinen analyysi keskittyy reaalitalouden, rahoitusmarkkinoiden ja hintakehityksen laaja-alaiseen arviointiin. Olennaisena osana siihen kuuluvat neljännesvuosittaiset ennustekierrokset. Taloudellisen analyysin tavoitteena on identifioida riskejä, jotka voivat uhata vakaata hintakehitystä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä.

Rahataloudellisen analyysin horisontti on edellistä pidempi. Se nojaa rahan määrän ja hintatason väliseen pitkän aikavälin yhteyteen ja pyrkii arvioimaan hintakehitystä uhkaavia riskejä raha- ja luottomäärien kasvun huolellisella tarkastelulla. Erityisen huomion kohteena on ollut laaja raha-aggregaatti M3, johon luetaan käteisen rahan ja erilaisten talletusten ohella myös yleisön hallussa olevat rahamarkkinarahasto-osuudet ja enintään kahden vuoden juoksuajan omaavat velkapaperit.

Rahapoliittisia päätöksiä tehtäessä taloudellisen analyysin ja rahataloudellisen analyysin tulemia verrataan keskenään (*cross checking*), jotta voidaan muodostaa kattava arvio hintavakautta uhkaavista riskeistä. Lyhyen aikavälin reaalityaloudellinen analyysi ikään kuin asetetaan monetaariseen perspektiiviin. Tällä ristiintarkistuksella varmistetaan, että kaikki rahapolitiikan päätöksenteon kannalta relevantti informaatio otetaan huomioon.

Kun EKP:n rahapolitiikan strategiasta päätettiin vuonna 1998, M3-rahaaggregaatin vuotuiselle kasvulle määritettiin viitearvo, joka oli 4 ½ %. Tämän suuruisen rahamäärän kasvun nähtiin olevan sopusoinnussa hintavakauden ylläpitämisen kanssa euroalueella keskipitkällä aikavälillä. Viitearvo perustuu edellä mainittuun hintavakauden käsitteen operationaaliseen määritelmään, arvioon euroalueen potentiaalisen tuotannon 2-2.5 prosentin trendikasvuvauhdista sekä oletukseen M3:n kiertonopeuden trendinomaisesta, 0.5-1 prosentin suuruudesta vuosittaisesta hidastumisesta.

Kuvio 12. Rahamääräkehityksen analyysin osat

EKP on seurannut euroalueen rahamäärän kehitystä sekä vertaamalla sitä suoraan viitearvoon että viitearvon pohjalta laadituilla rahapoikkeamamittareilla. Jälkimmäiset mittaavat rahamäärän kumulatiivista poikkeamaa viitearvon edellyttämältä uralta nimellisesti ja reaalisesti tarkasteltuna. Rahamäärien kehitystä on arvioitu myös rahan kysyntäfunktioiden avulla. Lisäksi rahamuuttujia on käytetty ns. rahaperusteisissa inflaatioennustemalleissa, joiden avulla on pyritty muodostamaan lyhyen aikavälin ennusteita euroalueen yhdenmukaistetulle kuluttajahintaindeksille puhtaasti rahataloudellisen informaation pohjalta.⁹ Näin on pyritty kvantifioimaan rahatalouden kehityksestä hintavakaudelle mahdollisesti koituvia uhkia. Analyysin tuloksia on säännöllisesti esitelty EKP:n kuukausikatsauksissa, ja niihin on viitattu myös rahapoliittisten päätösten perusteluissa.

Rahataloudellisen analyysin teko aiempaa haasteellisempaa

Kuvio 13. Rahatalouden analyysi käytännössä

Miten rahataloudellinen analyysi on toiminut käytännössä? Lavean rahamäärän M3 kasvuvauhti on lähes koko euroajan ylittänyt viitearvonsa. 2000-luvun alkuvuosina M3:n kehitykseen vaikuttivat EKP:n arvion mukaan olennaisesti niin sanotut portfoliosiiirtymät. Epävarmuuden lisääntymisen seurauksena varoja siirrettiin likvideihin ja turvallisina pidettyihin instrumentteihin kuten rahamarkkinarahasto-osuuksiin, jotka sisältyvät M3-aggregaattiin. Epävarmuuden lisääntymisen taustalla nähtiin tieto- ja viestintäteknikka-osakkeiden hintojen korjausliike alaspäin vuosituhaten alussa, syyskuun 2001 terroristi-iskut ja eräiden suuryritysten kirjanpitoepäselvyydet.

⁹ Inflaatioennustemallien tulemia on esitelty mm. maaliskuun 2005 EKP:n kuukausikatsauksessa (kehikko 1).

EKP:ssa kyseiset siirtymät identifioitiin varsin aikaisessa vaiheessa, ja EKP alkoikin käyttää ns. portfoliosiiirtymillä korjattuja M3-rahamääriä rahatalouden analyysissään ja siihen liittyvässä viestinnässään. Korjattu M3-sarja osoitti huomattavasti alkuperäistä M3-mittaria vaimeampaa kasvuvauhtia, ja sen nähtiin paremmin kuvastavan rahataloudellisen ekspansion voimakkuutta ja siitä hintavakaudelle aiheutuvia uhkia. Vuoden 2004 aikana portfoliosiiirtymien merkityksen arvioitiin olennaisesti vähentyneen epävarmuutta aiheuttaneiden tekijöiden vaikutuksen vähennyttyä, ja siirtymillä korjatun sarjan kehitys seurasi läheisesti alkuperäistä M3-sarjaa.¹⁰ Portfoliosiiirtymillä korjatun sarjan käyttö kuvastaa hyvin, miten EKP:n rahataloudellinen analyysi ei ole ollut mekaniistista vaan välineitä ja tulkintoja on korjattu ajan myötä.

Parin viime vuoden aikana lavean rahamäärän kasvu euroalueella on kiihtynyt uudelleen. Viime kuukausina M3:n määrä on ollut noin 10 % vuodentakaista korkeampi. Kehityksen on nähty heijastavan ennen kaikkea matalaa korkotasoa. Tähän on viitannut mm. se, että erityisesti M3:n likvideimmät erät ovat kasvaneet ripeästi. Rahan tarjonnan puolelta katsottuna tätä arviota on tukenut se, että rahamäärien lisäyksen vastaeränä on ollut etenkin luottomäärien voimakas kasvu. Havaittua kehitystä ei kuitenkaan ole pystytty selittämään aiemmin käytettyjen rahankysyntämallien avulla. Estimoitujen rahan kysyntämallien ennustekyky on siis (jälleen kerran) osoittautunut puutteelliseksi. Usein syynä on käytettyjen rahan kysyntäfunktioiden epästabiilisuus. Niiden varaan rakentuva analyysi on näin ollen joutunut uudelleenarvioinnin kohteeksi.¹¹

Kuvio 14. Rahan kiertonopeus euroalueella

Samaa asiaa voi tarkastella myös rahan kiertonopeuden näkökulmasta. Rahan kiertonopeus on hidastunut tuntuvasti euroalueella 2000-luvun aikana. Kun aiempi arvio – jota käytettiin viitearvon johtamisessa – oli 0.5-1 % vuodessa, 2000-luvulla hidastuminen on ollut jopa kolminkertaista tähän nähden. Edes portfoliosiiirtymien huomioon ottaminen ei muuta kokonaiskuvaa merkittävästi.¹²

Onko rahalla yhä merkitystä?

Kuvio 15. Rahatalouden analyysin tulevaisuus

Mitä tilanteesta pitäisi ajatella? EKP:n harjoittama rahataloudellinen analyysi on kirvoittanut vuosien mittaan paljon kommentteja erityisesti akateemisesta maailmasta, eivätkä ne aina ole olleet kovin ymmärtäviä. Kritiikki on koh-

¹⁰ Ks. Fischer, B. & Lenza, M. & Pill, H. & Reichlin, L.: "Money and monetary policy: The ECB experience 1999-2006". Paperin alustava versio on EKP:n kotisivuilla (www.ecb.int/events/conferences/html/cbc4.en.html).

¹¹ Ks. esim. Alves, N. & Robalo Marques, C. & Sousa, J. (2006): "Some issues concerning the use of M3 for monetary policy analysis in the euro area". Economic Bulletin, Summer 2006, Banco de Portugal.

¹² Ks. esim. Bordes, C., L. Clerc ja V. Marimoutou, "Is there a structural break in equilibrium velocity in the euro area?" Banque de France Working Paper no. 165, 2007.

distunut yhtäältä strategian "kahden pilarin" rakenteeseen sinänsä, jota on pidetty epäselvänä ja joidenkin mielestä jopa takapajuisena verrattuna inflaatioennusteen vakauttamiseen perustuvaan rahapolitiikkaan, ja toisaalta on kiinnitetty huomiota rahan kysynnän toteutuneeseen epävakauteen, jonka on nähty tekevän monetaarisen analyysin vaikeaksi, ellei mahdottomaksikin. Viimeaikainen kehitys on osaltaan voimistanut esitettyä kritiikkiä.

Rahaa ja sen roolia rahapolitiikassa arvioitaessa on kuitenkin muistettava, että rahan tarjonnan ja inflaation välinen relaatio on yksi taloustieteen keskeisistä kulmakivistä, jolle löytyy runsaasti sekä teoreettista että empiiristä tukea. Viime aikoina tätä relaatiota on tutkittu uusilla tutkimusmenetelmillä, ja tulokset vahvistavat käsitystä rahan ja hintojen välisestä pitkän aikavälin yhteydestä.¹³

Rahapolitiikan kannalta on olennaista huomata, että rahan määrään eivät vaikuta vain korkopolitiikka ja rahan kysynnän vaihtelut. Luoton tarjonnassa, eli pankkien käyttäytymisessä, tapahtuu myös itsenäisiä muutoksia, jotka vaikuttavat rahan tarjontaan. Pankkien suhtautuminen riskiin ja riskien hinnoittelu voivat muuttua, samoin kilpailutilanne luottomarkkinoilla. Luottojen määrä voi kasvaa esimerkiksi korkomarginaalien supistumisen (kilpailun lisääntymisen) tai riskien uudelleen jakamisen (mm. arvopaperistamisen) seurauksena. Myös vakavaraisuussäntelyn muutoksilla on vaikutuksia luoton tarjontaan. Luoton tarjonnan vaihteluilla voi puolestaan olla vaikutuksia omaisuushintoihin ja sitä kautta kokonaiskysyntään.¹⁴

Keskeinen ongelma rahamuuttujien tulkinnessa onkin kysyntä- ja tarjontahäiriöiden erottaminen toisistaan¹⁵. Kysyntälähtöinen kasvu rahan määrässä ei lähtökohtaisesti aiheuta inflaatiopaineita, mutta luoton tarjonnan kasvusta (tai valtioiden budjettien kautta) tuleva rahan tarjonnan lisäys on eri asia. On luonnollista, että kysyntä- ja tarjontalähtöisten vaihteluiden erottaminen vaatii huolellista rahoitusmarkkinoiden analyysiä, eikä siihen riitä yksittäisten raha-aggreaattien muutosten tarkastelu.

Rahataloudellisen analyysin vaikeutumisesta ei siis saisi vetää sitä johtopäätöstä, että rahan ja sen tarjontalähteiden – erityisesti pankkien luotonannon – tutkiminen ja analyysi olisi rahapolitiikan kannalta hyödytöntä. Rahatalouden muuttujat sisältävät yhä tärkeää informaatiota, joka on syytä ottaa huomioon, kun esimerkiksi ennustetaan tulevaa inflaatiokehitystä.

Kysymys onkin siitä, mikä olisi paras tapa saada tämä informaatio hyödynnettyksi. Taloudellisen ja rahataloudellisen analyysin yhdistäminen yhteen mallikehikkoon olisi suotavin vaihtoehto, mutta toistaiseksi taloustiede ei vielä kykene tarjoamaan tähän sopivia välineitä. Tehtävänä on sellaisen, nykyaikaiset vaatimukset täyttävän makromallin muodostaminen, jossa rahapolitiikka vaikuttaisi muutenkin kuin vain koron kautta, ts. jossa likviditeetin ja luoton

¹³ Ks. esim. Gerlach, S. ja K. Assenmacher-Wesche, K., "Money at low frequencies". CEPR Discussion Paper no. 5868, 2006.

¹⁴ Ks. Goodhart, C., "Whatever became of the monetary aggregates". National Institute Economic Review No. 200, 2007.

¹⁵ Ks. esim. King, M., "The MPC ten years on". Lecture delivered on 2 May 2007 to the Society of Business Economists, www.bankofengland.co.uk.

tarjonnan itsenäiset vaikutukset voitaisiin ottaa huomioon. Vaikka tähän tärkeitä alustavia harjoitelmia dynaamisilla yleisen tasapainon malleilla on tehty, niiden saattaminen rahapolitiikan käytännön mitoituksen kannalta hyödylliselle tasolle antaa vielä odottaa itseään.

Tutkimuksen nykyisessä vaiheessa on näin ollen perusteltua omaksua eri näkökulmat huomioon ottava lähestymistapa. Rahataloudellisten muuttujien sisältämää informaatiota olisi hyvä pyrkiä hyödyntämään laaja-alaisesti ja yhdessä muun talousinformaation kanssa. Kun monetaarisista muuttujista nimenomaan rahan tarjonnan vaihtelut ovat rahapolitiikan kannalta kiinnostavimpia, olisi syytä kiinnittää huomiota rahamäärien ohella – ja ehkä jopa niitä enemmän – erityisesti luottokehitykseen ja tarkastella sitä kokonaiskysynnän eri osien ja hintakehityksen kannalta. On syytä kiinnittää huomiota varsinkin riskien hinnoitteluun ja kotitalouksien velkaantumiseen.

Rahapolitiikka joutuu kiinnittämään huomiota luotto- ja rahamuuttujiin paitsi kokonaiskysynnän mahdollista inflatorisuutta arvioidessaan, myös siksi, velkaantumisen muutokset vaikuttavat rahoitusmarkkinoiden ja koko talouden vakauteen. Yhtäältä pankkisektorin vakaus on välttämätön edellytys menestyksellisen rahapolitiikan harjoittamiselle. Toisaalta yritysten ja kotitalouksien velkaantuneisuus vaikuttaa koko talouden häiriöalttiuteen. Mitä velkaantuneempi talous on, sitä voimakkaammin kokonaiskysyntä reagoi erilaisiin negatiivisiin häiriöihin, kuten talousnäkymien vaihteluihin.

Johtopäätöksiä

Kuvio 16. Johtopäätöksiä

Olosuhteet rahapolitiikan harjoittamiselle ovat viime vuosina olleet edulliset. Globalisaatio ja nopea tuottavuuden kasvu ovat pitäneet inflaatiopaineet aisoissa nopeasta kasvusta ja pitkään jatkuneen kevyen rahapolitiikan luomasta runsaasta likviditeetistä huolimatta. Kun korot ovat olleet alhaiset ja taloudellinen kasvu on ollut nopeaa, keskuspankit ovat säästyneet enemmältä kritiikiltä, vaikka rahapolitiikkaa on useissa maissa kuten euroalueellakin viime vuosina jouduttu kiristämään.

Mikään ei takaa, että olosuhteet pysyvät yhtä suotuisina tulevina vuosina. Ei ole poissuljettua, että globaalisti kevyt rahapolitiikka on nytkin saanut aikaan inflatorisia seurauksia samaan tapaan kuin aikaisemmin, mutta rahapolitiikan viiveet ovat nyt vain olleet poikkeuksellisen pitkiä. On mahdollista, että kevyt rahapolitiikka on osaltaan nostanut omaisuushintoja ja saanut aikaan riskien alihinnoittelua eri puolilla maailmantaloutta, vaikka sen vaikutukset kuluttajahintoihin ovatkin jääneet vähäisiksi. Jos näin on, rahataloudellinen keveys on saattanut lisätä rahoitusmarkkinoiden epävakauden riskiä. Sekin mahdollisuus on otettava huomioon, että suuremmat vaikeudet ovat vasta edessä: inflaatio kiihtyy samaan aikaan, kun taloudellinen kasvu hidastuu. Sellaisissa olosuhteissa rahapolitiikan strategia ja uskottavuus joutuvat koetukselle.

Korostin edellä viestinnän tärkeyttä yleisön korko-odotusten ohjaamisessa. Suhtaudun epäillen ajatukseen (I remain to be convinced), että keskuspankin oman korkoennusteen säännöllinen julkaiseminen parantaisi rahapolitiikan toimintaa. Vaarana on, että tämä tulkittaisiin sitoumukseksi, eikä tällaiseen ennusteeseen liittyvää ehdollisuutta ja epävarmuutta muistettaisi. Vielä suurempi vaara on, että keskustelu keskittyy korkouraan niin, että pääasiat, inflaatio- ja suhdannenäkymät, jäävät sivuun.

Korkoaikomuksista voi viestiä monella muuallakin tavalla kuin julkaisemalla omia korkoennusteita. Tärkeintä on laajan talousanalyysin taso ja keskuspankin oman analyysin tulosten selkeä julkistaminen. Virallisen korkoennusteen hyvänä puolena voi kuitenkin pitää sitä, että se tuo analyysityöhön ja ennusteisiin kurinalaisuutta ja johdonmukaisuutta.

Toinen johtopäätökseni, on, että laaja-alaisen rahataloudellisen analyysin merkitystä rahapolitiikassa ei pitäisi sivuuttaa. En ole vakuuttunut yksittäisten raha-aggregaattien merkityksestä enkä taloudellisesta analyysistä irrallaan esitetystä monetaarisesta analyysistä. Useiden luotto- ja raha-aggregaattien tarkastelu ja niiden yhdistäminen reaalityöelämään kehitykseen ja omaisuushintoihin on kuitenkin hyödyllinen ja välttämätönkin osa rahapolitiikan valmistelua.

Raha- ja luottoaggregaattien lisäksi tulisi kiinnittää yhä tarkempaa huomiota rahoitusmarkkinoiden hintamuuttujiin. Markkinatoimijoiden odotukset tulevas- ta kasvusta, inflaatiosta ja näihin liittyvästä epävarmuudesta tulevat jatkuvasti hinnoitelluksi rahoitusmarkkinoilla. Rahapolitiikan kannalta tällainen inflaatio- ja kasvuodotuksista sekä riskien hinnoittelusta kertova hintainformaatio on vähintään yhtä tärkeää kuin raha- ja luotto-aggregaatit sinänsä.

Edellä on paljon kiinnitetty huomiota siihen, miten läheiseksi makrotalousteorian ja rahapoliittisen päätöksenteon suhde on kymmenen viime vuoden aikana muodostunut. Tällainen vuorovaikutus on hyödyllistä keskuspankeille: on tärkeää, että keskuspankkien toimenpiteet ja käytännöt, samoin kuin analyysin laatu ovat koko ajan riippumattoman ja korkeatasoisen arvioinnin kohteena.

Uskon, että hyöty kulkee myös toiseen suuntaan: rahapoliittisten päätöksentekijöiden kohtaamat tilanteet antavat jatkuvasti uusia aiheita tutkimukselle. Jotta vuorovaikutus toimisi, tarvitaan makrotalouden tutkijoita ja makrotalouden peruskoulutuksen saaneita asiantuntijoita.

Viime vuonna Kansantaloudellisessa Yhdistyksessä esimiehen vuosikokoussitelmässä kiinnitettiin huomiota makrotalousteorian opetuksen aseman heikkenemiseen suomalaisissa yliopistoissa ja korkeakouluissa.¹⁶ Tämä on huolestuttavaa, ei ainoastaan Suomen Pankin näkökulmasta vaan myös yleisemmin kansallisesta näkökulmasta.

¹⁶ Tarkka, J., "Onko suomalainen makrotaloustiede kriisissä?". Kansantaloudellinen aikakauskirja 2/2006.

Rahapolitiikkaa koskeva kriittinen ja monipuolinen kansallinen keskustelu jää väistämättä vähäiseksi, jos makrotaloustieteen asema tutkijakoulutuksessa jää ohueksi. Silloin myös suomalaisten osallistuminen kansainväliseen talouspoliittiseen keskusteluun jää heikommaksi. Tällä on taas vaikutuksensa myös asemaamme yhteisessä kansalliset rajat ylittävissä päätöksenteossa.